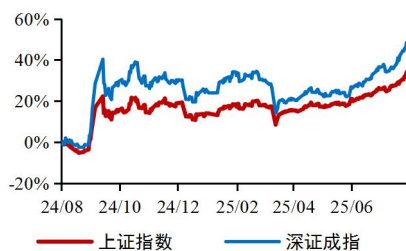


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 8 月 25 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,825.76	1.45
深证成指	12,166.06	2.07
沪深 300	4,378.00	2.10
中小板指	7,447.79	1.65
创业板指	2,682.55	3.36
科创 50	1,247.86	8.59

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】通信：周跟踪（20250811-20250815）——液冷、OCS 与国产超节点，继续关注 AI 板块轮动行情

【山证纺服】老铺黄金 2025H1 中报点评

【山证纺服】华利集团 2025H1 中报点评-2025H1 营收稳健增长，盈利水平阶段性承压

【公司评论】中国移动(600941.SH)：中国移动 2025 半年度报告点评-新旧动能切换短期增长承压，维持较高派息价值

【衍生品研究】新券定价——唯品会奥莱 REIT-宁波奥特莱斯登录资本市场

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250811-20250815）——液冷、OCS 与国产超节点，继续关注 AI 板块轮动行情

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 近期以 AI 算力、卫星互联网、液冷为代表的赛道表现较好、投资者关注度显著提升，我们认为主要原因在于宏观和产业的积极因素共振。宏观方面，美国降息预期确定性显著提升、特朗普政府采取了一系列鼓励 AI 产业投资政策以及中美关税谈判期限再度延缓 3 个月。产业方面，GPT5 虽技术创新差强人意但准确性、工具调用能力等带来实用性提升，预计商业化推进加速带动智能体 token 消耗破新高。此外以英伟达产业链龙头（如工业富联、中际旭创、Lumentum、安费诺）为代表的业绩发布，投资者上调 2026 业绩预期。整体上，我们认为此轮行情满足业绩、风偏共振的“科技牛”特征，AI 行情整体上有望保持高位小幅震荡行情，建议关注光模块、铜连接、OCS、液冷、HVDC、商业航天、端侧算力等赛道。
- 1) 液冷产业链关注度显著提升，关注 tier1+台企产能外溢逻辑。本轮液冷行情催化一方面来自海外 CSP 的液冷部署加速，如微软在最近的 FYQ4 业绩会上指出微软正在加速扩展 IDC 容量，目前 Azure 所有地区都可以支持液冷部署；另一方面以维谛、AVC 为代表的 NV 链液冷公司业绩释放加速，并对在手订单交付预期给出了积极指引。从产业背景来看，本轮液冷行情不同于以往的“概念设计-主题投资”，随着 GB200 出货逐季攀升、GB300 临近出货且量提升 & 液冷供应链多元化、ASIC 服务器出货快速增长标配液冷，液冷正步入“订单预期-业绩兑现”的环节，我们看好以英维克为代表的出海 tier1 厂商（核心优势是覆盖冷板、CDU、快接头、Manifold 等垂直一体化解决方案能力）以及具有丰富 ODM 经验受益于美企/台企产能溢出的冷板、散热材料、管路、水泵环节厂商。最后，国内算力配套液冷链取决于多 die 合封、超节点机柜和大厂数据中心的进展，预计业绩释放晚于海外链但仍或在 2026 年爆发。
- 2) OCP2025 北京国产超节点为最热话题，国产高速铜连接、光模块等放量可期。在上周的 2025 开放计算技术大会上，浪潮信息正式发布云脑 SD200 超节点 AI 服务器，配备高达 4TB 的显存，能够同时容纳 DeepSeek、Qwen、Kimi、GLM 等多个旗舰开源模型。服务器采用风冷散热，基于开放总线交换技术 3D Mesh 网络全铜电互联 64 颗 GPU，将成为未来超万亿国产大模型部署主流选择。铜连接方面，立讯技术在本次大会上展示了用于 112G 单通道的 cable tray 方案，支持交换节点 256/512 Pair（相当于每个 Switch tray 25.6T/51.2T）设计，并已研发出支持下一代 224/448G 单通道下 1024Pair 交换节点的设

计。我们认为，超节点是当前主流大模型往稀疏 MoE 架构发展下国产算力最急迫的发展方向，当前重要性仍为市场低估。当前国内处于 OISA、ETH-X、ETHLINK、ALINK 等多种标准并行阶段，与海外阵营相比进展相当，建议关注 PCIE Switch、超以太网交换芯片国产替代以及铜连接模组/cable、远期 CPO/光 IO 广阔的市场机会。

➤ **3) Coherent、Lumentum 业绩会再度展望 OCS 市场，2026 北美 CSP 有望开启商业化规模部署。**

Lumentum 宣布已实现向 2 家 CSP 的 OCS 发货，下半年收入贡献更加显著，并且加速扩大内部制造能力。Coherent 宣布 OCS 已实现初始收入，收入将在今年下半年持续增加，OCS 的潜在 TAM 高达 20 亿美元。我们认为，OCS（光交换机）是目前大型 CSP 数据中心网络最关心的技术路线之一，其使用场景主要有四大类：DCN 网络顶层电交换机的替代、ASIC 推理集群的使用（比如谷歌 TPU）、shuffle 混线网络架构重构功能以及算力资源池化应用。随着数据中心光模块速度迭代加速以及超节点（Scaleup）网络中光模块配比的提升，OCS 用于光电混合交换组网中可大幅降低成本和时延。而随着 Scaleout/scaleup 网络未来合一的趋势以及更大规模超节点集群中 CPU、GPU、存储在物理资源的隔离部署，OCS 的“重布线”功能将得到更大价值。我们认为 OCS 2026 年将从谷歌走向更多 CSP 商业部署，建议关注整机代工、MEMS 芯片、光学元件、FAU、MPO 等核心零部件环节。

➤ 建议关注：液冷：英维克、科创新源、鼎通科技、飞荣达、奕东电子、飞龙股份、思泉新材；OCS：光库科技、凌云光、腾景科技、赛微电子、天孚通信、长芯博创；国产超节点：立讯精密、汇聚科技、华丰科技、沃尔核材、瑞可达、中航光电；商业航天：超捷股份、高华科技、铂力特、斯瑞新材、信科移动、上海瀚讯、通宇通信、电科芯片。

➤ **市场整体：**本周（2025.08.11-2025.08.15）市场整体上涨，创业板指数涨 8.58%，申万通信指数涨 7.66%，科创板指数涨 5.53%，深圳成指涨 4.55%，沪深 300 涨 2.37%，上证综指涨 1.70%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为液冷（+36.49%）、光模块（+19.22%）、设备商（+18.80%）。从个股情况看，英维克、新易盛、高澜股份、瑞可达、中际旭创涨幅领先，涨幅分别为+37.57%、+27.94%、+20.24%、+17.26%、+13.74%。长飞光纤、长光华芯、震有科技、中国卫星、三旺通信跌幅居前，跌幅分别为-4.45%、-4.40%、-4.28%、-1.90%、-1.76%。

➤ **风险提示：**

➤ 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【山证纺服】老铺黄金 2025H1 中报点评

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8月20日，公司披露2025年中期业绩，2025年上半年，公司实现收入123.54亿元，同比增长251.0%，实现归母净利润22.68亿元，同比增长285.8%。公司董事会建议派发中期股息每股人民币9.59元，派息率为73%。

➤ 事件点评

- 2025年上半年同店销售表现强劲，品牌势能持续释放，带动公司营收业绩爆发式增长。营收端，2025年上半年，公司实现收入123.54亿元，同比增长251.0%。业绩端，2025年上半年，公司实现归母净利润22.68亿元，同比增长285.8%；经调整净利润23.51亿元，同比增长290.6%。公司营收业绩大幅增长，主要受益于：（1）品牌影响力持续扩大，消费者心智强化带动客群扩容，同店销售额实现200.8%的高速增长。截至2025年6月末，公司忠诚会员人数约48万名，较2024年末增长13万名。（2）产品矩阵持续优化、推新及迭代，截至2025年6月末，公司拥有境内专利273项，作品著作权1505项，境外专利246项。（3）销售网络持续扩张与优化，为业绩增长提供渠道支撑。（4）线上渠道表现亮眼，收入同比大增313.3%至16.18亿元，占总收入比重提升至13.1%。2025年上半年新开5家门店，加速海内外高端商圈布局。截至2025年6月30日，公司在16个城市共开设41家自营门店，。2025年上半年，公司新开门店5家，包括北京东方新天地禅房主题店、北京SKP-S店、上海港汇恒隆店、新加坡金沙购物中心店、上海IFC店；新入驻顶级商业中心3家，包括上海港汇恒隆、上海IFC以及新加坡滨海湾金沙购物中心。此外，公司对深圳罗湖万象城、厦门万象城2家存量门店进行扩容优化。分区域看，中国内地市场实现营收107.58亿元，同比增长232.8%；境外市场受益于渠道拓展，实现营收15.97亿元，同比增长455.2%，品牌国际化战略初见成效。

- 规模效应带动费用率优化，存货储备支撑未来增长。盈利能力方面，2025年上半年，因金价快速上涨而公司调价存在滞后性，销售毛利率同比下滑3.2pct至38.1%。期间费用率方面，受益于规模效应，公司销售费用率、行政费用率分别为11.9%、1.7%，同比分别下降3.2pct、1.8pct。综合影响下，2025年上半年，公司经调整净利率为19.0%，同比提升1.9pct。存货方面，截至2025年6月末，为满足门店优化、新店拓展及业绩增长需求，公司存货增长至86.85亿元；得益于销售快速增长，2025年上半年公司存货周转天数由2024年末的195天降至150天。经营活动现金流方面，2025年上半年，公司经营现金流净额为-22.15亿元，主要由于为支持业务增长进行增量备货。截至2025年6月末，公司现金及现金等价物为25.16亿元，较2024年末的7.33亿元大幅增长。

➤ 投资建议

- 2025年上半年，公司凭借强大的品牌力、持续的产品创新和高效的渠道运营，实现了业绩的爆发性增长，龙头地位持续巩固。展望未来，公司将继续推进“品牌国际化和市场全球化”战略，在国内市场，上海恒隆广场新店预计于2025年10月开业，届时将完成国内十大头部商业中心的全覆盖；在海外市场，新加坡首店的成功落地验证了品牌的出海潜力。上调盈利预测，预计公司2025-2027年营业收入分

别为 254.53/341.51/458.97 亿元，同比增长 199.3%/34.2%/34.4%；归母净利润为 45.76/64.29/89.49 亿元，同比增长 210.6%/40.5%/39.2%。8 月 20 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 27、19、14 倍，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 金价剧烈波动；产品推新不及预期；门店拓展不及预期。

【山证纺服】华利集团 2025H1 中报点评-2025H1 营收稳健增长，盈利水平阶段性承压

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 8 月 20 日，公司披露 2025 年半年度报告，2025H1，公司实现营业收入 126.61 亿元，同比增长 10.36%；实现归母净利润 16.71 亿元，同比下降 11.06%；实现扣非净利润 16.83 亿元，同比下降 8.75%。

➤ 事件点评

- **2025H1 公司收入稳健增长，业绩阶段性承压。**2025H1，公司实现营收 126.61 亿元，同比增长 10.36%。从销售数量看，2025H1 公司鞋履销售量 1.15 亿双，同比增长 6.14%。业绩方面，2025H1 公司实现归母净利润 16.71 亿元，同比下降 11.06%，业绩下滑主要因老工厂订单相对承压、新工厂投产初期效率爬坡，导致毛利率阶段性下滑。
- **客户集中度持续下降，部分客户产品结构有所调整。**分客户看，公司持续推进客户多元化，On 和 New Balance 跻身前五大客户，战略新客户 Adidas 合作顺利推进，越南、印尼、中国工厂均已实现量产出货。前五大客户收入占比由去年同期的 76.61%下降至 71.88%，客户集中度降低，新客户拓展继续取得成效。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）实现营收 23.98 亿元，同比大幅增长 88.94%，主要受益于 On、Adidas 放量；北美市场（客户总部所在地）营收 98.87 亿元，同比基本持平。分产品看，运动休闲鞋营收 113.36 亿元，同比增长 10.78%；运动凉鞋/拖鞋等品类营收 10.52 亿元，同比高增 74.35%，而户外靴鞋营收则同比下滑 57.31%，主要系部分客户根据市场需求调整产品类别。
- **新产能按计划投产，产能利用率维持高位。**2025H1，公司在越南、印尼、中国的新工厂均有产出，其中越南新工厂出货 373 万双，印尼新工厂出货 199 万双，中国新工厂出货 67 万双，爬坡进度符合规划。公司总产能达 11671 万双，总产量 11178 万双，产能利用率维持在 95.78%的高位。公司境外产能占比达 99.42%，未来将继续在印尼新建工厂，并在越南扩建或新建工厂，以分散生产基地风险并满足客户需求。
- **毛利率阶段性承压，费用管控效果显著。**盈利能力方面，2025H1 公司运动鞋业务毛利率为 21.8%，同比下降 6.38pct，主因老工厂订单相对承压、新工厂处于爬坡阶段。费用率方面，2025H1，公司期间费

用率合计 4.2%，同比下降 2.6pct。其中销售费用率同比下滑 0.06pct 至 0.34%，管理费用率同比下滑 2.3pct 至 2.78%；研发费用率同比提升 0.28pct 至 1.61%。综合影响下，2025H1 公司归母净利率为 13.20%，同比下降 3.17pct。存货方面，截至 2025H1 末，公司存货周转天数为 55 天，较去年同期减少 8 天，运营效率提升。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 15.64 亿元，同比下降 9.18%。

➤ 投资建议

➤ 2025 年上半年，公司在宏观环境挑战下仍实现收入稳健增长，新客户拓展和客户结构优化成效显著。老工厂订单阶段性承压、新工厂投产对短期盈利造成压力。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 35.4、40.7、46.5 亿元，对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ 关税风险；主要客户经营出现重大不利变化；劳动力成本上升风险；汇率大幅波动风险。

【公司评论】中国移动(600941.SH)：中国移动 2025 半年度报告点评-新旧动能切换短期增长承压，维持较高派息价值

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 中国移动发布 2025 半年度报告。2025H1，公司实现营收 5438 亿元，同比-0.5%；其中，主营业务收入 4670 亿元，同比+0.7%。实现归母净利润 842 亿元，同比+5.0%；EBITDA 为 1860 亿元，同比+2.0%。
- 事件点评：
 - 1) C+H 端：巩固规模底座，加快向信息服务转型
 - 个人市场方面，2025H1，个人市场收入 2,447 亿元，同比-4.1%。公司移动客户总数达 10.05 亿户，净增 56 万户，其中 5G 网络客户达到 5.99 亿户，净增 4,691 万户，渗透率 59.6%；移动 ARPU 保持行业领先，达 49.5 元。我们认为，公司未来将以通信服务为切入点，凭借网龄成长计划和全球通升级计划，由基于号卡的规模运营向基于客户、家庭的价值运营升级，个人业务有望迎来新的发展机遇，保持基本盘平稳。
 - 家庭市场方面，2025H1，家庭市场收入 750 亿元，同比+7.4%。公司有线宽带客户总数达 3.23 亿户；家庭宽带客户达到 2.84 亿户，净增 623 万户，其中千兆家庭宽带客户达到 1.09 亿户，同比+19.4%，FTTR 客户 1,840 万户，同比+264%。家庭客户综合 ARPU 达到人民币 44.4 元，同比+2.3%。公司继续强化“移动爱家”品牌，以 AI 为核心能力驱动智慧家庭升级，通过加快“千兆+FTTR”发展，打造全方位数智化生活体验，有望保持家庭市场良好增长。
 - 2) B+N 端：车联网、低空新场景继续突破

- **2025H1，公司政企市场收入 1,182 亿元，同比+5.6%。**政企客户数达 3,484 万家，净增 225 万家。加速“由云向智”升级，移动云收入 561 亿元，同比+11.3%。5G 垂直行业应用保持领先，5G 专网收入快速增长，达 61 亿元，同比+57.8%。其他领域，To V 车联网市场快速发展，公司累计服务智能网联汽车超 6,900 万辆，建成首个车路云一体化试点；视联网业务加快拓展，连接数增长 20.9%，已实现 8,938 万路视频云端互联。低空经济加速卡位，中移凌云平台全行业中标占比达 38%。
- **2025H1，新兴市场收入 291 亿元，同比+9.3%。**国际业务、数字内容、金融科技、股权投资四大板块持续创新拓展。国际业务方面收入 140 亿元，同比+18.4%，发挥国内国际两个市场联动效应，加强优质产品能力和解决方案出海；数字内容方面，深化“内容+科技+融合创新”，收入达 149 亿元。股权投资方面，按权益法核算的投资收益达 72 亿元，同比+17.0%，围绕战略性新兴产业、未来产业关键领域进行投资布局。
- 我们认为，公司将依靠政企市场体系升级，标准产品贡献、ICT 项目效益水平有望持续提升，有望加速向高效开放的平台化运营模式转型，保持 B+N 市场的良好增长。
- **3) 算力规模布局速度再超预期**
- **2025H1，公司完成资本开支 584 亿元，5G 网络投资 258 亿元，累计开通 5G 基站超 259.9 万个，净增 18.7 万个，全球率先实现核心网 100%云化融合。**算力网络持续引领，截至目前自建智能算力规模已达 33.3EFLOPS (FP16)；数据中心覆盖全部国家枢纽节点，对外服务 IDC 机架超 66 万架。输出统一封装、灵活调用的“能力服务”，上半年上台能力超 1,300 项，调用总量达到 8,035 亿次。打造梧桐大数据平台，汇聚沉淀数据规模超 2,000PB，上半年调用量超 1,100 亿次。根据公司年初规划，2025 年资本开支 1512 亿元，同比-7.8%，其中，连接投资 716 亿元 (-17.9%) (5G 投资 582 亿元，同比-16%)，算力投资 373 亿元 (+0.5%)，能力投资 192 亿元 (+6.7%)，基础投资 231 亿元 (+6.5%)。5G 投资虽整体下降，但 5G-A 方面投入力度加大，2025 年计划投资 98 亿元，同比+227%。算力方面，公司加大推理算力投资，根据市场需求不设上限。公司未来将通过 AI+DICT 为政企业务增添新动能，通过模型即服务为移动云业务增添新动能，通过科技创新为传统业务赋能。
- **4) 分红继续提升，整体业务计划保持良好增长**
- 公司高度重视股东回报，2025H1 每股派息 2.75 港元，同比+5.8%，2025 年全年以现金方式分配的利润占当年股东应占利润的比例较 2024 年进一步提升，持续为股东创造更大价值。
- 2025 年公司目标：个人市场收入企稳回升，5G 网络客户净增 7000 万；家庭市场收入良好增长，千兆宽带客户净增 1800 万；政企市场收入良好增长，政企客户净增 430 万；新兴市场、国际业务收入快速增长，AI 直接收入高速增长，灵犀 AI 智能体月活客户达 7000 万。
- **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们看到受到 5G、FTTH 人口红利饱和和宏观环境影响，公司 C、H 端增速承压，政企端，我们认为卫星互联网和国产推理芯片产能提升，可能为运营商带来增长拐点，建议持续关注。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 1462.55/1549.37/1638.83 亿元，同比增长

5.7%/5.9%/5.8%；对应 EPS 为 6.78/7.18/7.59 元，2025 年 08 月 21 日收盘价对应 PE 分别为 16.1/15.2/14.4 倍。考虑到公司经营稳健，算力业务快速增长，派息价值稳步提升，维持“买入-A”评级。

➤ **风险提示：**

- 通信行业用户增速下降，若公司综合权益运营不达预期可能出现移动和宽带业务下滑风险。
- 公司云计算业务由于基数变大、市场竞争等因素可能出现增长不达预期风险。

【衍生品研究】新券定价——唯品会奥莱 REIT-宁波奥特莱斯登录资本市场

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- **中金唯品会奥莱 REIT(508082.SH)**
- **产权类消费基础设施 REIT，底层资产为宁波杉井奥特莱斯。**原始权益人宁波杉杉易购商业管理有限公司，民营企业。
- **宁波杉井奥特莱斯，2011 年一期开业，商业建筑面积 8.33 万平方米，由室外开放街区+室内馆构成，位于浙江省宁波市海曙区，临近宁波栎社机场及火车站，毗邻规划中的宁波市西枢纽工程片区。**戴德梁行评估资产价值为 29.01 亿元。该项目运营时间已超 13 年，出租率较高（2024 年末 99.91%），收入以联营收入为主，租金收入为辅。
- **发行情况及发行估值**
- **发行 10.0 亿份，战配、网下、公众分别占比 70%、21%、9%，2025/8/13 网下询价，2025/8/20 缴款，预期 9 月下旬登录资本市场。**网下有效认购倍数 254.19 倍，由此推算中签率 0.39%。
- **初始 IRR 7.75%，**今明两年可供分配金额预测分别 1.51 亿元和 1.64 亿元，预测年化派息率分别 6.94% 和 5.65%。发行价 3.48 元，上限发行，发行 P/NAV 1.20 倍，对应 23.05 倍 P/FFO，今明两年调整后预期年化派息率 5.79%、4.71%。
- **新券二级市场估值推导**
- **目前已上市产权类消费基础设施 REITs 共 9 只，过去三个月平均 P/NAV 中位数 1.41 倍，P/FFO 中位数 25.02 倍，派息率 TTM 中位数 3.69%。**
- **我们认为，最可比的是华夏首创奥特莱斯 REIT(508005.SH)，过去三个月平均 P/NAV 和派息率 TTM 分别 1.58 倍、25.43 倍和 2.95%。**
- **考虑到唯品会奥莱议价能力、收入稳定性优于首创奥莱，且区位更优越，我们认为唯品会奥莱估值倍数或更高。**参考可比 REITs，尤其首创奥莱，给予目标价 4.58-5.46 元，较发行价高 32-57%。

- 风险提示：消费下行，竞争加剧，运营效率不佳，市场估值中枢下移等

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

